

Régulation des fonds de pension :

quel impact sur leurs allocations et leurs performances ?

Marie Brière (1998), Responsable du Centre de Recherche aux Investisseurs, Amundi, Professeur associé, Université Paris Dauphine, Chercheur associé, Université Libre de Bruxelles

6

L'environnement des fonds de pension est aujourd'hui complexe. De nombreux pays connaissent de graves problèmes de soutenabilité de leur système de pension, à cause de l'impact cumulé de l'augmentation structurelle de leur passif, lié à l'allongement de la durée de vie, et des effets néfastes de la crise sur les performances de leurs investissements. Mais à ces difficultés communes à un grand nombre de systèmes de pension dans le monde, s'ajoute en Europe une complication supplémentaire liée à la très grande incertitude concernant l'évolution de leur réglementation.

La régulation des systèmes de pension des différents pays de la zone Euro est aujourd'hui très hétérogène. Elle dépend du pays, mais également du type d'institutions fournissant des pensions. Ainsi, les IORP (*Institutions for Occupational Retirement Provisions*), institutions de retraite obligatoire faisant partie du pilier 2 des systèmes de retraite, ne sont pas régulés comme les compagnies d'assurance, qui fournissent des prestations de retraite complémentaire (relevant du pilier 3). Les efforts entrepris récemment par la Commission Européenne (EIOPA, 2012) visent à harmoniser cette régulation au niveau européen afin d'une part, d'éviter des distorsions de concurrence entre types d'institutions, et d'autre part de permettre d'organiser à terme la portabilité des droits de retraite dans toute la zone. Des discussions et une consultation sont donc en cours, pour permettre cette harmonisation, et éventuellement adopter un cadre similaire à celui qui s'appliquera bientôt aux assureurs. Il y a ainsi de grandes chances pour que « IORP II », actuellement en discussion¹, ressemble fort s'il voit le jour, à Solvabilité II. Quel impact cela aura-t-il sur les fonds de pension européens, sur leurs investissements, leur capacité à prendre des risques, et *in fine* sur leurs performances ? Va-t-on vers une régulation plus efficace, permettant aux fonds d'assurer non seulement la sécurité des futures pensions, mais aussi des performances

suffisamment attractives pour permettre un niveau de pension relativement élevé ? La question est intensément débattue par les professionnels, mais de façon surprenante il y a encore assez peu de travaux académiques sur le sujet.

Les différentes formes de régulation des fonds de pension

Il est intéressant d'examiner la variété des formes de régulation des systèmes de pension de par le monde ainsi que leur évolution historique. Sans s'attarder sur des détails techniques (les règles concrètement adoptées diffèrent sensiblement d'un pays à l'autre), il est possible de classer les régulations qui portent sur l'investissement des fonds en deux grandes catégories : régulations basées sur des règles, et régulations basées sur une analyse du risque. **La première catégorie correspond à l'imposition de règles inflexibles auxquelles les fonds doivent se soumettre**, comme les limites quantitatives d'investissement, ou des contraintes de solvabilité fixées par un ratio (ratio de financement² minimum par exemple, assorti d'une période de recouvrement en cas de non-respect de la contrainte). Ces règles présentent l'avantage d'être simples et faciles à vérifier. Mais la complexité accrue des instruments financiers, ainsi que l'intégration

¹ - Le processus de consultation promet d'être long. Les résultats des premiers tests quantitatifs publiés en juillet (EIOPA, 2013) ont en effet montré que selon les nouvelles règles, la plupart des systèmes de pension de la zone n'apparaissent plus solvables (seule la Suède fait exception).

² - Le ratio de financement est calculé comme le ratio de la valeur des actifs divisée par la valeur du passif.



3 - Le capital réglementaire requis comme protection contre des chocs adverses est calibré comme étant le montant de VaR à 99.5 % des fonds propres de base sur un horizon d'un an.

4 - La définition d'un comportement d'investissement procyclique est loin d'être évidente (voir Auray et Gourieroux, 2013). On peut simplement le définir comme un comportement conduisant à des hausses (resp. baisses) de prix des actifs en période d'augmentation (resp. décroissance) des prix.

5 - Pour un fonds financé à 96%, une contrainte de VaR annuelle peut générer un coût de 2.5 à 3.8% de la richesse initiale sur un horizon de 15 ans.

6 - comme les caractéristiques individuelles des fonds ou des économies étudiées

croissante des autorités de supervision des fonds de pension avec celles des autres institutions financières (banques et assurances) a conduit à **l'émergence d'un nouveau type de régulation, basé sur une analyse des risques**. Cette forme de régulation vise à s'assurer que les institutions financières ont un cadre de gestion des risques solide et fiable. Il repose généralement sur l'utilisation de modèles quantitatifs d'analyse des risques, permettant de déterminer le niveau adéquat de capital réglementaire à mettre en réserve. Il nécessite également une évaluation fréquente des actifs et du passif de l'institution, d'où l'imposition, qui va souvent de pair, de normes de comptabilisation en valeur de marché.

Historiquement, les pays ont eu tendance à passer d'un système de règles à un système basé sur une évaluation des risques. Le Danemark, l'Allemagne, la Hongrie, la Hollande, La Finlande, le Royaume-Uni, l'Australie et le Canada sont parmi les pays pionniers à avoir mis en place des réglementations en risque de leur système de pension. Les changements de régulation en cours en Europe visent eux aussi à proposer un nouveau régime de régulation basé sur une analyse des risques³. Dans les pays d'Amérique Latine en revanche, des règles strictes d'investissement perdurent. Mais ces règles ont progressivement tendance à disparaître. Le Chili a par exemple levé graduellement ses limites d'investissement, pour mettre en place en 2010 une nouvelle régulation en risque. Dans un certain nombre de pays, les deux types de régulation coexistent, comme au Mexique, où des règles strictes d'investissement vont de pair avec une contrainte de *Value at Risk* journalière.

Des modèles de régulation soumis à la critique

Les réglementations par les règles ont été depuis longtemps remises en cause. Rigides, elles conduisent à des allocations contraintes et donc nécessairement sous-optimales. **Mais de nombreuses critiques théoriques sont également adressées aujourd'hui à l'utilisation des modèles de risque** : hypothèses simplificatrices, mesures des risques estimées sur un court historique qui peuvent générer des comportements d'investissement procycliques⁴ (Bec and Gollier, 2009 ; Papaioannou et al., 2013), etc. Des coussins de sécurité évalués à l'aide d'une VaR calculée sur un court historique de rendement ont par exemple tendance à diminuer lorsque les rendements ont été élevés et la volatilité faible (incitant les institutions financières à prendre plus de risques), et au contraire à augmenter dans les périodes de chutes de prix, correspondant à une hausse de la volatilité (Adrian and Shin, 2008). Par ailleurs, l'imposition répétée d'une contrainte de VaR de court terme lorsque l'horizon d'investissement est long, peut générer des coûts substantiels⁵ (Shi and Werker, 2012). **Les méthodes de comptabilisation en valeur de marché sont également fortement critiquées**. Elles sont accusées de constituer une source de volatilité supplémentaire des prix, notamment pour les actifs longs ou illiquides (Plantin, Sapra et Shin, 2008), de générer des effets de contagion (Allen et Carletti, 2008) ou un comportement d'investissement procyclique (Novoa, Scarlata et Solé, 2009).

Mode de régulation et choix d'allocation d'actifs

Si les critiques théoriques de chaque mode de régulation sont nombreuses, qu'en est-il en pratique ? Les choix de régulation faits par les différents pays ont-ils un impact significatif sur les choix d'allocation d'actifs et les performances de leurs fonds de pension ? Influencent-ils vraiment la capacité des fonds à investir en actifs risqués (actions, produits de taux risqués, classes d'actifs alternatives) ? Poussent-ils à plus de procyclicité dans les investissements ? Si ces questions ont été curieusement peu étudiées d'un point de vue empirique, c'est en grande partie parce que les données concernant les allocations et les performances des systèmes de pension sont difficilement disponibles de manière détaillée sur le plan international. Par ailleurs, mener une analyse comparative rigoureuse des différents types de régulation est complexe. Un grand nombre de facteurs additionnels⁶, parfois malheureusement difficilement identifiables ou mesurables, peuvent évoluer au cours du temps et générer un changement de comportement de la part des fonds. Une expérimentation gardant tous les autres facteurs constants est difficile (Auray et Gourieroux, 2013).

Les travaux empiriques existants portent sur un petit nombre de pays et examinent généralement un seul aspect de la régulation. Ainsi, les travaux de Pennachi and Rastad (2011) et ceux plus récents d'Andonov et al. (2013) mettent en évidence qu'aux Etats-Unis, les différences entre régulation des fonds de pension publics et privés ont conduit à des choix d'allocation très différents de la part ces deux types d'institutions. Alors que les fonds privés doivent évaluer leur passif en valeur de marché en utilisant des taux d'actualisation de marché, les fonds publics n'ont aucune contrainte légale de ce type et peuvent actualiser leur passif au taux de rentabilité attendu de leurs actifs. **Cette différence de traitement a conduit les fonds publics américains à accroître leurs allocations en actifs risqués afin de maintenir des taux d'actualisation élevés** et ainsi présenter des passifs plus faibles, tout particulièrement lorsque la proportion de membres âgés dans le fonds était importante. Dans des travaux en cours, Boon, Brière et Rigot (2014) estiment la part des changements d'allocation d'actifs qui peut être imputée aux changements de régulation et à d'autres facteurs exogènes. Tous ces travaux portent malheureusement sur un petit nombre de pays, Etats-Unis, Canada et parfois Hollande. On est donc encore loin de bien comprendre l'impact des choix de régulation sur les fonds de pension. ■

Références :

- Adrian T., H.S. Shin (2008), "Liquidity and Financial Contagion", *Financial Stability Review, Special Issue on Liquidity*, Banque de France, 11, February.
- Allen, F., E. Carletti (2008), "Mark-to-Market Accounting and Liquidity Pricing", *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), p. 358-378.
- Andonov A., R. Bauer, M. Cremers (2013), "Fund Asset Allocation and Liability Discount Rates: Camouflage and Reckless Risk Taking by U.S. Public Plans?", *SSRN Working Paper N°2070054*, Available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2214890.
- Auray S., C. Gourieroux (2013), "Procyclicité des Régulations Financières", Working Paper.
- Bec F., C. Gollier (2009), "Term Structure and Cyclicity of Value-at-Risk: Consequences for Solvency Capital Requirements", *CESifo Working Paper*, 2596.
- Boon L.N., M. Brière, S. Rigot (2014), "How Much Does Regulation Matter. Riskiness and Procyclicity of Pension Asset Allocation", forthcoming Working Paper.
- EIOPA (2012), "EIOPA's advice to the European Commission on the review of the IORP directive", 2003/41/EC.
- EIOPA (2013), "Report on Quantitative Impact Studies on IORPs", *EIOPA_BoS_13/124*, 4 July 2013.
- Novoa A., J. Scarlata, J. Solé, "Procyclicality and Fair Value Accounting", *IMF Working Paper*, 09/39.
- Papaioannou M.G., J. Park, J. Pihlman, H. van der Hoorn (2013), "Procyclical Behavior of Institutional Investors During the Recent Financial Crisis: Causes, Impacts and Challenges", *IMF Working Paper*, 13/193.
- Pennachi G., M. Rastad (2011), "Portfolio allocation for public pension funds", *Journal of Pension Economics and Finance*, 10 (2), p. 221-245.
- Plantin G., H. Sapra, H.S. Shin (2008), "Marking-to-market: Panacea or Pandora's box?", *Journal of Accounting Research*, 46(2), p. 435-460.
- Shi, Z., B. Werker (2012), "Short-horizon regulation for long-term investors", *Journal of Banking and Finance*, 36(12), p. 3227-3238.